MODERN MONETARY THEORY

Experimente mit wenig Theorie

Von Hanno Beck und Aloys Prinz | 27. Februar 2021


istock.com/ADragan

Je größer und schwieriger die Probleme, umso einfacher und plakativer sind oft die Lösungen, welche die Politik uns anbietet. Ein aktuelles Beispiel für diese These ist die Modern Monetary Theory, die fast 100 Jahre makroökonomische Forschung auf ein Credo komprimiert: Geld als Allheilmittel.

Die politische Botschaft der Modern Monetary Theory (MMT) ist angesichts solcher Probleme wie Finanzkrisen, dysfunktionaler Währungsunionen oder Pandemien einfach und vordergründig plausibel: Der Staat kann sich über die Ausgabe von Banknoten verschulden, ohne dass langfristig davon wirtschaftliche Gefahren ausgehen, ja er kann auf diesem Weg sogar Vollbeschäftigung ohne Inflation erreichen.

Das scheint die beste aller Welten: Einfach Papier nehmen, einen Nennwert darauf drucken, und schon sind alle Probleme, an denen sich Makroökonomen und Politiker über 100 Jahre die Zähne ausgebissen haben, gelöst. Auf die Idee hätte man doch eigentlich viel früher kommen müssen, oder?

Geldpolitik schlägt Fiskalpolitik

Die Grundidee der MMT beruht darauf, dass der Staat die Notenbank anweist, so viel Geld zu drucken, wie man zur Finanzierung des Staatshaushaltes und zur Herstellung von Vollbeschäftigung benötigt (für ein einfaches Modell siehe Godley und Lavoie, 2012). Der Staat druckt Geld, um damit den Bürgern Güter und Dienstleistungen abzukaufen, die Bürger akzeptieren dieses Geld, weil sie damit später ihre Steuern zahlen müssen.

Geld ist in diesem Modell sozusagen ein Verrechnungsscheck des Staates, eine Steuergutschrift, mit dem der Staat Güter und Dienstleistungen einkauft und mit dem die Bürger ihre Steuern zahlen. Mit diesem Geld, so die Idee, sollen staatliche Beschäftigungsprogramme finanziert werden, in denen Arbeitslose zu einem Mindestlohn einen staatlich garantierten Arbeitsplatz erhalten sollen (zu den Grundideen vgl. Mosler, 1997-98; Forstater, 1999sowie Beck und Prinz, 2019).

Die erste Hürde in diesem Modell ist institutioneller Natur: Weltweit – vor allem in den großen Industrienationen und der Eurozone – sind fast alle Notenbanken keine Filialen des Finanzministeriums, sondern unabhängige Institutionen, die selbst entscheiden, inwieweit sie Staatsdefizite monetisieren, also Staatsschulden am Sekundärmarkt (von den Banken) ankaufen und in ihre Bilanz nehmen. Auch wenn Zentralbanken dies kurzfristig mittels Offenmarktpolitik bewerkstelligen und als akkommodierende Geldpolitik bezeichnen, heißt das nicht, dass sie das auch mittel- oder langfristig tun oder tun sollten – in der Eurozone gibt (wie auch in anderen Währungsgebieten) es ein explizites Verbot, Staatsschulden am Primärmarkt (also direkt vom Staat) zu kaufen oder übernehmen.

Makroökonomische Forschung, Empirie und die Anreize, denen Politiker ausgesetzt sind, stützen diese Idee einer unabhängigen Notenbank. Die Zahl der Beispiele, in denen Politiker mittels Notenpresse Wahlgeschenke verteilt, und auf diesem Weg die heimische Wirtschaft ruiniert haben, ist zu groß, um sie als Sonderfälle und Ausnahmen anzusehen.

Arbeitsteilung zwischen Geld- und Finanzpolitik

Die Aufgabenverteilung der Geld- und Fiskalpolitik ist in der MMT klar geregelt: Die Geldpolitik hat die Aufgabe, die Zinsen niedrig zu halten, um die Staatsschulden zu monetisieren, während die Fiskalpolitik Vollbeschäftigung sichern soll („functional finance"). Erreicht die Wirtschaft die Kapazitätsgrenze, ist es die Fiskalpolitik, die über Steuererhöhungen oder Ausgabenkürzungen Inflation verhindern soll.

Auf diesem Weg gehen die Verfechter der MMT davon aus, inflationäre Tendenzen im Griff zu haben: Unterhalb der Kapazitätsgrenze, so ihr

Argument, steigen bei steigender Nachfrage die Mengen und nicht die Preise. Erreicht man die Kapazitätsgrenze, so erhöht der Staat die Steuern, entzieht auf diesem Weg dem Wirtschaftskreislauf Geld, und verhindert so inflationäre Tendenzen.

Das klassische monetaristische Argument, dass steigende Geldmengen zu Inflation oder im Extremfall zu Hyperinflation führen können, lassen sie nicht gelten – Kriege, Hungersnöte oder andere angebotsseitige Probleme sind nach MMT Gründe für eine hohe Inflationsraten und Hyperinflationen. Bei gut funktionierender Angebotsseite und „proper management of demand" seien Hyperinflationen auch bei (vollständiger) Monetisierung der Staatsschuld unwahrscheinlich.

Kritiker sprechen hier von einem „On-Off"-Modell: Unterhalb der Kapazitätsgrenze führen steigende Staatsausgaben zu steigender Nachfrage, während die Preise stabil bleiben. Wird aber die Kapazitätsgrenze erreicht und sind die Produktionskapazitäten ausgelastet, steigen die Preise schlagartig. Stimmt diese Idee, dann käme es bei Erreichen des Vollbeschäftigungsziels zu einem plötzlichen Schock, möglicherweise zu einer Destabilisierung der Wirtschaft, weil dann die Regierung ihren Kurs abrupt umkehren muss.

Nimmt man hingegen an, dass einige Sektoren der Volkswirtschaft die Kapazitätsgrenze früher erreichen, so springt die Inflation in diesen Sektoren früher an als in anderen Sektoren – dann kommt es bereits vor Erreichen der Kapazitätsgrenze zu inflationären Tendenzen. Die jüngsten Preisanstiege von Vermögenswerten – Immobilien, Aktien oder Kryptowährungen –, die eine Debatte über Vermögenspreisinflation und spekulative Blasen beflügelt haben, zeigen ein weiteres Problem dieser Ideen, nämlich die Schwierigkeit, zwischen *relativen* Preisänderungen als Folge von Nachfrageverschiebungen und *Änderungen des Preisniveaus* als Folge des Erreichens der Kapazitätsgrenze zu unterscheiden.

Geld ist nicht gleich Kredit

Ein damit zusammenhängendes Problem der MMT-Argumentation ist die Fokussierung auf *Geld* anstatt auf *Kredit*. Für Vertreter der MMT entsteht Geld nur (oder hauptsächlich) durch Staatsausgaben, wenn der Staat neues Geld druckt und damit Leistungen von den Unternehmen und Bürgern kauft. In modernen Volkswirtschaften entsteht Geld allerdings nicht in erster Linie dadurch, dass Staat oder Notenbank dieses aus dem Nichts schaffen, sondern hauptsächlich durch Unternehmensverschuldung und Kreditvergabe.

Der größte Teil unseres Geldes, das Giralgeld, ist damit *endogen* und kann nicht als Steuergutschrift gesehen werden. Dass ausschließlich der Staat der Ursprung dessen ist, was als Geld bezeichnet wird, gilt nur für das „Fiat Money", also das Geld, das durch einseitige Willensentscheidung der Zentralbank (als Organisation des Staates)

entsteht. Über den Teil der Geldmenge, der durch Kredite geschaffen wird, finden sich in der Theorie der MMT keine Aussagen. Damit blendet die MMT den größten Teil der Geldmenge einfach aus.

Es ist zwar korrekt, dass ohne staatliches Geld kein Giralgeld geschaffen werden kann. Inwieweit aus dem staatlichen Geld Giralgeld entsteht, entscheiden Unternehmen und Banken autonom. Dieser zweite Geldschöpfungskreislauf zwischen Banken und Unternehmen (oder allgemeiner: Nichtbanken) sorgt dafür, dass Kredite die Geldmenge endogenisieren, also von den staatlichen Geldschöpfungen entkoppeln.

Die MMT vernachlässigt mögliche Probleme, die durch endogene Geldschöpfung und (zu) niedrige Zinsen entstehen können: Niedrige Zinsen können desaströse Folgen wie Kreditblasen, Aktienkursblasen oder Spekulationskrisen nach sich ziehen, endogene Kreditzyklen beeinträchtigen zudem die Möglichkeiten der Geld- und Fiskalpolitik. Darüber hinaus kann eine Theorie ohne Kredite keine Aussagen über die Regulierung von Finanzinstitutionen machen. Die Zusammenhänge zwischen Geldmenge, Fiskalpolitik, Inflation, Inflationserwartungen, Vermögensmärkten und spekulativen Blasen werden von den Vertretern der MMT mehr oder weniger nicht untersucht – in ihrer Modellwelt kommen solche Ereignisse nicht vor.

Ebenfalls problematisch ist die Rolle, die den Steuern in der MMT zugedacht ist – sie dienen nur dem Zweck, bei Bedarf die Nachfrage zu dämpfen und damit Inflation zu verhindern. Dies ist eine sehr eingeschränkte Sichtweise von Steuern. Diese haben auch andere Aufgaben, sie sind nicht nur dazu da, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu beschränken oder zu fördern (über Steuersenkung): Die allokative Aufgabe von Steuern besteht darin, die sozialen Grenzkosten der Bereitstellung öffentlicher Güter zu signalisieren und diese effizient zu gestalten. Darüber hinaus sind Steuern Instrumente der Verteilungspolitik (Musgrave, 1959). Darüber, ob und wie Steuern diese Aufgaben im Konzept der MMT weiter ausüben können, finden sich in der Literatur keine Hinweise.

Gute Schulden, schlechte Schulden

Auch was die Staatsschulden angeht, klafft eine Lücke zwischen MMT und beobachtbaren Fakten. Schulden, so die Idee der MMT, sind nicht schädlich, weil ein Staat mit eigener Währung nicht insolvent werden kann. Das ist technisch gesehen korrekt, solange sich der betreffende Staat nicht in ausländischer Währung verschuldet hat, was wohl auf die wenigstens Staaten weltweit zutreffen dürfte – selbst Nordkorea ist im Ausland verschuldet.

Sobald aber ein Staat ausländische Schulden hat, kann er sehr wohl in die Insolvenz rutschen – ein Blick nach Argentinien oder Griechenland reicht, um das festzustellen. Aber selbst wenn ein Staat nur in inländischer Währung verschuldet ist, bedeutet das nicht, dass er

unbegrenzt Geld drucken und sich auf diese Weise unbeschränkt die inländische Wertschöpfung aneignen kann: Nimmt der Staat über die Ausgabe von Geld einen zu großen Teil der Wertschöpfung für sich in Anspruch, kommt es zu Reaktionen der Bevölkerung – sie leistet Widerstand, beispielsweise in Form von Steuervermeidung, bei den nächsten Wahlen, oder über Kapitalflucht.

Im Extremfall verweigert sie die Annahme der staatlichen Währung bei täglichen Kauf- und Verkaufsgeschäften. Auch Verträge können auf ausländische Währungen lauten. Die Währungsgeschichte ist voll von Beispielen, in denen eine inländische Währung durch eine ausländische oder sogar eine Warenwährung ersetzt wird. Die mikroökonomische Reaktion der Bürger auf eine steigende Staatsverschuldung und Geldmenge dürfte wesentlich aktiver sein, als es sich die MMT vorstellt.

Auch deswegen muss man die Frage stellen, ob sehr hohe Schuldenstände langfristig wirklich kein Problem sind, auch wenn die Notenbank den Zinssatz beliebig niedrig halten kann – was sie nur in Grenzen kann, direkten Einfluss hat sie nur auf die Zinsen am kurzen Ende, die langfristigen Zinsen (die für die Investitionstätigkeit relevant sind) hingegen werden von vielen Faktoren bestimmt, die sich dem Einfluss der Notenbank und des Staates entziehen.

Darüber hinaus wird es gefährlich, sobald der Zinssatz r auf die Staatsschuld höher ist als die Wachstumsrate der Wirtschaft, g, da dann die Schuldenlast exponentiell wächst. Auch wenn heute in einigen Staaten $r < g$ zu gelten scheint, heißt das nicht, dass dies für alle Zeiten gilt und es damit keine Grenzen für das Staatsdefizit und die Staatsverschuldung gibt.

Wenn der Staat sich aufgrund niedriger Zinsen oder aufgrund politischer Entscheidungen zu hoch verschuldet, fließen immer mehr *reale* Ressourcen an den Staat, die dem privaten Sektor entzogen werden. Das kann mehrere negative Effekte mit sich bringen:

- Es kommt zu einem Rent-seeking um die staatlichen Leistungen, es werden also Ressourcen darauf verwendet, sich einen Anteil am staatlichen „Kuchen“ zu sichern, anstatt produktiv neue Werte zu schaffen.
- Geht man davon aus, dass auch die Rentabilität staatlicher Investitionen mit steigendem Investitionsvolumen abnimmt, kommt es zu Wachstumsverlusten. Je unproduktiver die staatlichen Ausgaben getätigt werden, umso höher die Wachstumsverluste und umso niedriger der zukünftige Wohlstand. Bereits ein Blick in das Schwarzbuch des Steuerzahlerbundes zeigt, dass nicht jede staatliche Investition sinnvoll sein muss.
- Es kommt zu einer Abwertung der inländischen Währung, was zum einen dazu führt, dass benötigte Importe teurer werden, zum anderen verkauft das Inland seine Waren zunehmend zu billig ans Ausland.

Schlimmstenfalls kommt es zu einer Währungskrise, welche die Probleme des Inlands umso mehr vergrößert, je stärker es in ausländischer Währung verschuldet ist.

- Der zunehmende Zugriff des Staates auf das reale Inlandsprodukt dürfte zu Reaktionen bei den Bürgern führen: Reaktanz, Vermeidungsstrategien und nachlassende Leistungsbereitschaft dürften die Folgen sein. Mit Ausnahme totalitärer Regierungen ist der Zugriff des Staates auf die realen Ressourcen eines Landes begrenzt.
- Sollte wegen der staatlichen Ausgabenpolitik die Inflationsrate steigen, müsste die Politik ihren Kurs ruckartig korrigieren, was erstens wenig wahrscheinlich ist und zweitens zu erheblichen wirtschaftlichen Verwerfungen führen würde. Konstanz der Wirtschaftspolitik ist eine wichtige Voraussetzung für eine wertsteigernde Investitionspolitik der Unternehmen.

Theorie mit Löchern

Die obigen Überlegungen zeigen, dass die Konzeption der MMT Lücken aufweist, was ihre Aussagekraft erheblich reduziert:

- Erstens werden mikroökonomische Zusammenhänge und Theorien – Reaktionen der Bürger auf diese Politik, Erwartungen und Erwartungsbildung – weitgehend ausgeblendet. Die MMT geht davon aus, dass politisch jegliche Maßnahme durchsetzbar ist, ohne dass es zu Verhaltensänderungen bei den Bürgern kommt. Kein Politiker wäre gut beraten, so zu denken.
- Ebenfalls vernachlässigt werden Anreizwirkungen staatlicher Beschäftigungsprogramme und deren Rückwirkungen auf den ersten Arbeitsmarkt – kann der Staat einfach so Bürger zum Mindestlohn beschäftigen, ohne dass private Unternehmen auf dem ersten Arbeitsmarkt Probleme mit Löhnen oder staatlicher Konkurrenz bekommen? Und wie reagieren Menschen darauf, wenn der Staat ihnen eine Arbeitsplatzgarantie gibt?
- Keine Aussagen macht die MMT über die Angebotsseite der Volkswirtschaft – ihre Bedeutung für Preise, Beschäftigung und Wachstum wird weitgehend ausgeblendet. Dadurch gibt es auch automatisch nur Arbeitslosigkeit durch Nachfragemangel, strukturelle oder andere Arten von Arbeitslosigkeit kommen in dieser Theorie nicht vor. Das erlaubt es erst gar nicht, Gründe für Arbeitslosigkeit zu unterscheiden.
- Über die potentiellen Verteilungswirkungen ihrer Politik schweigen sich die Vertreter der MMT mehr oder weniger aus. Angesichts der politischen Brisanz dieses Themas ist unklug, diese Frage auszublenden.
- Über die langfristigen Folgen dieser Politik, beispielsweise für das Wirtschaftswachstum, finden sich ebenfalls wenig Aussagen. Generell

finden sich kaum Analysen zu langfristigen Wachstumsprozessen.

- Auch die Rolle des Auslands wird mehr oder weniger ausgeblendet – die MMT unterstellt eher eine geschlossene Volkswirtschaft.
- Die moderne Makroökonomik ringt derzeit darum, Finanzintermediäre und Finanzmärkte in ihre Modelle zu integrieren. Bei Vertretern der MMT finden sich dazu kaum Aussagen.

Experimentalpolitik ohne Theorie

Der Fokus der Modern Monetary Theory liegt auf der Betrachtung gesamtwirtschaftlicher Konten und Kreisläufe, die grundsätzlich richtig sind, aber noch keine eigenständige Theorie darstellen. Die MMT leitet aus deskriptiven Zusammenhängen weitreichende Politikempfehlungen ab, für die es bisher keine soliden theoretischen und empirischen Grundlagen gibt.

Aus theoretischer Perspektive bietet die MMT zudem – anders als von ihren Verfechtern behauptet – wenig Neues. Es lässt sich zeigen, dass das grundlegende MMT-Modell letztlich dem keynesianischen Einkommen-Ausgaben-Modell entspricht. Darauf politische Handlungsempfehlungen aufzubauen scheint gewagt. Die theoretische Basis der MMT ist recht schmal, verglichen mit anderen postkeynesianischen Theorien.

Man muss auch vermuten, dass die Handlungsempfehlungen der MMT eher politisch motiviert sind (vgl. dazu auch Hartley, 2020). Ihre Befürworter gehen davon aus, dass die Politiker das Geld, das man ihnen in die Hand gibt, für Projekte verwenden, die den Vorlieben der MMT-Befürworter entsprechen: Beschäftigungsprogramme, Umweltschutzmaßnahmen und andere Nachhaltigkeitsprojekte. Das Problem daran hat der ehemalige EZB-Chefvolkswirt Otmar Issing einprägsam auf den Punkt gebracht:

> „Was, …, wenn Donald Trump dieses Instrument zur Verfügung hätte, um damit die Mauer zu Mexiko bauen zu lassen?“ (Reccius 2019).

Dieses Bild bringt das Problem der MMT auf den Punkt: Was passiert, wenn Politiker, die eher kurzfristige politische Motive haben, die Verfügungsgewalt über die Notenpresse bekommen? Beispiele aus der Vergangenheit, die vom Erfolg solcher Maßnahmen zeugen, sind eher Mangelware. Man müsste sich also auf ein historisch einmaliges Experiment einlassen, das auf einem theoretisch und empirisch dünnem Fundament basiert. Auch wenn es schmerzt: Auf komplexe dynamische Probleme gibt es regelmäßig keine einfachen Antworten